

《2018～19年欧州経済見通し》

2018年7月5日
No.2018-002

綻びが広がる欧州統合深化への動き

～ 景気には底堅さも、移民問題とイタリアの政治不安が足かせに ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆ユーロ圏では、海外景気の減速が重石となり、輸出の伸びが鈍化する方向。もっとも、雇用環境の改善を背景に、個人消費が景気を下支えする見通し。
- ◆堅調な景気回復が続くなか、デフレリスクは大きく後退。そのため、ECBは慎重に金融政策の正常化に着手。もっとも、賃金面からの物価押し上げ圧力が力強さに欠けるなか、利上げは2019年秋以降になると予想。
- ◆ユーロ圏景気の底堅さが増す一方、国ごとの好不調は二極化。とりわけ、主要国の一角を占めるイタリアの景気回復の遅れが顕著に。新たに誕生したポピュリズム政権の下では、労働市場改革や不良債権処理、財政再建などの構造改革の進展は期待薄。イタリアは政治と経済をめぐる悪循環から脱せず。
- ◆イタリアでの反EU政権の誕生は、欧州統合深化の逆風に。欧州統合深化をめぐるっては、移民問題を契機に、主要国と中東欧諸国との対立が深刻化。加えて、イタリアでの反EU政権の誕生を受け、「マルチスピードの統合深化」で先頭に立つことが期待される主要国間でも亀裂が深まる状況。欧州域内での対立の構図が複雑化するなか、当面、欧州統合深化の加速は期待薄。
- ◆一方、英国では、2019年3月末のEU離脱に向けた協定や、移行期間入り後に本格化する新たな通商協定等の交渉は、難航する公算が大。Brexitをめぐる不確実性が根強く残るなか、内外からの投資や個人消費の低迷が続く見通し。
- ◆以上を踏まえ、景気の先行きを展望すると、ユーロ圏では1%台後半の成長が続く見込み。ただし、主要国のなかでは構造改革の遅れるイタリアで、相対的に景気回復の遅れが目立つ格好に。また、英国では1%台半ばの低成長が続く見通し。
- ◆リスクシナリオとしては、米国の保護主義の強まりによる輸出の下振れと、難民問題の再燃を契機とした欧州政治不安の深刻化を想定。

< 目 次 >

1. 景気の現状	1
2. 欧州経済のポイント	2
(1) ユーロ圏景気は緩やかな拡大が持続	
(2) ECBは金融政策の正常化を慎重に模索	
(3) イタリアは政治と経済をめぐる悪循環から脱せず	
(4) 足並みの乱れが目立つ欧州統合深化への動き	
(5) 英国ではBrexitめぐる不透明感が拭えず	
3. 景気の見通し	7
4. リスクシナリオ	8

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

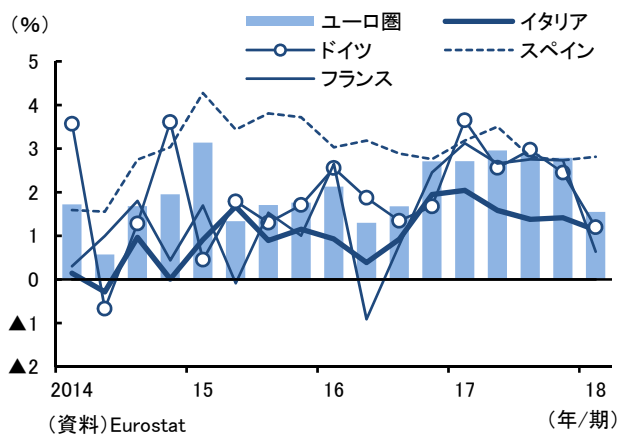
藤山 光雄 Tel : 03-6833-2453 Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp
橋高 史尚 Tel : 03-6833-8798 Mail : kittaka.fuminao@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

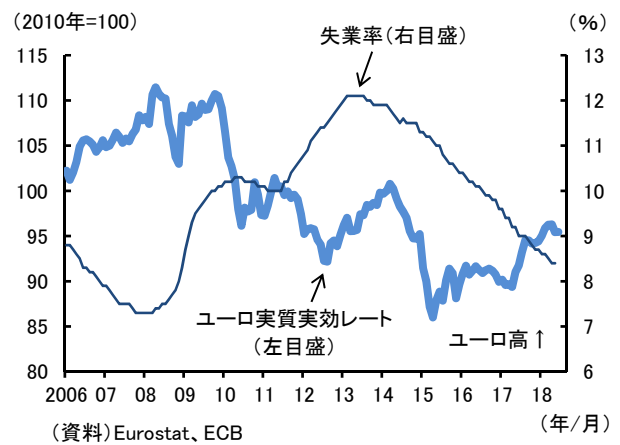
現状 ユーロ圏景気は足許減速も、底堅さ。英国景気は低成長が長期化

- (1) ユーロ圏経済は、2016年末以降、堅調な回復が続いていたものの、足許で大きく減速。昨年末にかけて前期比年率3%近い伸びが続いていた実質GDPは、18年1～3月期に同1%台半ばへ低下（図表1-1）。景気減速の主因は、これまで牽引役となってきた輸出の弱含み。17年春以降のユーロ高による下押し圧力の顕在化や海外景気の減速が、輸出の下押しに作用（図表1-2）。一方、ユーロ圏の失業率は、足許で08年末以来の水準まで低下。雇用環境の改善を背景とした個人消費の回復が、ユーロ圏景気を下支え。ただし、17年入り後にユーロ圏景気の回復ペースが加速した局面でも、構造改革が遅れるイタリア経済の回復は緩慢にとどまり、他の主要国との差が際立つ格好に（前掲図表1-1）。
- (2) 英国では、Brexitによる実体経済へのマイナス影響が顕在化するなか、成長ペースが鈍化（図表1-3）。企業部門では、Brexitをめぐる不確実性の高まりを受け、投資行動が慎重化。加えて、ポンド安による押し上げ効果の剥落などから、輸出が減速。（図表1-4）。家計部門でも、物価高による実質購買力の低下や、Brexitへの懸念を受けた消費者マインドの低迷などを背景に、個人消費の伸び悩みが長期化。
- (3) 今後を展望すると、ユーロ圏では、外需の牽引力が衰えるなか、内需の行方が景気回復の持続力を左右。また、反EU政権が誕生したイタリア経済への懸念が一段と強まるとともに、ドイツ・フランスが主導する欧州の統合深化に暗雲。そこで以下では、まずユーロ圏景気とECBの金融政策の先行きを展望。そのうえで、イタリアの政治・経済情勢と、それを踏まえた欧州統合深化の行方を考察。一方、英国については、Brexitをめぐる交渉の行方が、引き続き景気を左右する見通し。そこで、Brexitに向けた交渉の行方とその景気への影響を検討し、英国経済の先行きを展望。

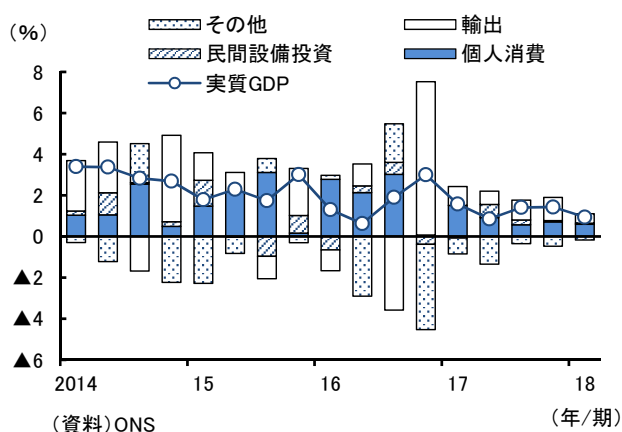
(図表1-1) ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



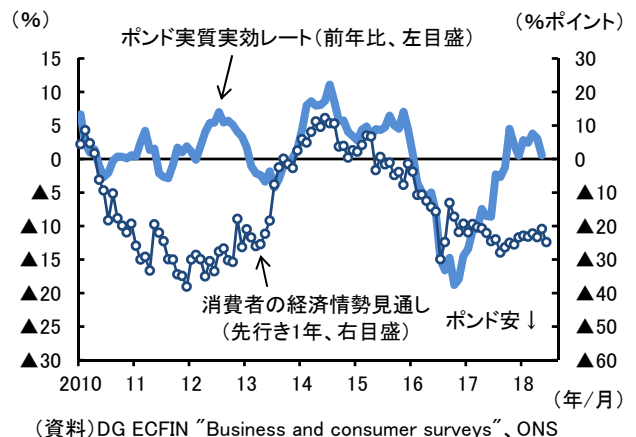
(図表1-2) ユーロ相場とユーロ圏の失業率



(図表1-3) 英国の実質GDP(前期比年率)



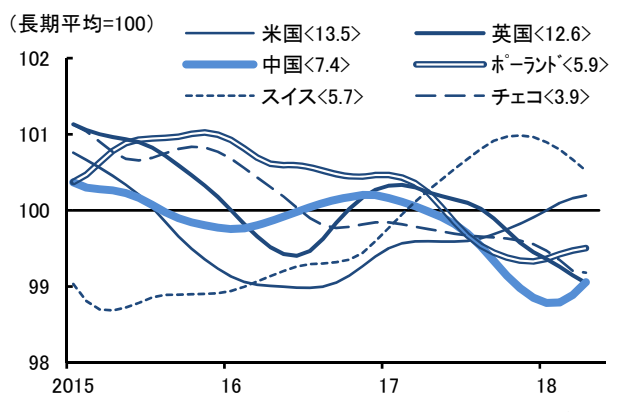
(図表1-4) ポンド相場と英国の消費者マインド



ユーロ圏① ユーロ圏景気は緩やかな拡大が続く見通し

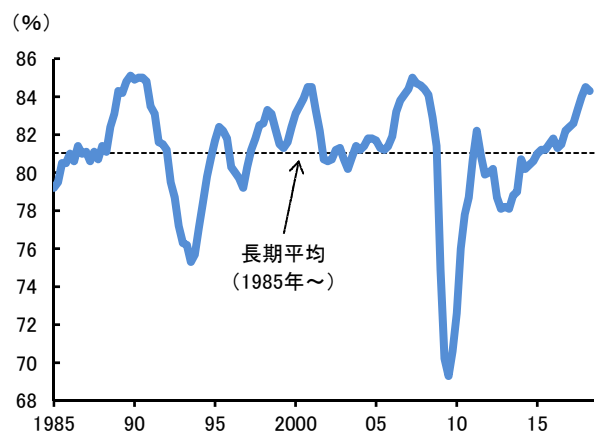
- (1) ユーロ圏景気は、先行き、輸出の増勢鈍化から、2017年のような高成長は見込み難いものの、堅調な個人消費に支えられて、1%台半ばとされる潜在成長率を上回る成長が続くと予想。
- (2) まず、企業部門では、今春をピークにユーロ相場が下落に転じていることから、為替面からの輸出下押し圧力は徐々に減衰していく見込み。もっとも、OECD景気先行指数をみると、ユーロ圏の主要輸出先である英国や中国、ポーランドやチェコなど中東欧で長期平均を下回る状況にあり、先行きの景気減速を示唆（図表2-1）。海外景気の減速が重石となり、輸出の伸びは2017年に比べ鈍化する見込み。
- (3) 一方、ユーロ圏製造業の設備稼働率は、足許で1990年、2000年前後や世界金融危機前と並ぶ高水準まで上昇（図表2-2）。輸出の減速が重石となるものの、内需の底堅さに加え、世界金融危機や欧州債務危機、その後の政治不安などで先送りされていた需要の顕在化などから、設備投資は緩やかな増勢が続く見通し。
- (4) 次に、家計部門では、これまで賃金が伸び悩むなかでも、雇用者数の増加が所得の押し上げに寄与（図表2-3）。ユーロ圏企業の採用見通しは業種にかかわらず、依然として世界金融危機前と並ぶ、あるいは上回る水準で推移しており（図表2-4）、先行きも雇用環境の改善を背景に、個人消費は底堅く推移する見通し。

(図表2-1) ユーロ圏主要輸出先のOECD景気先行指数



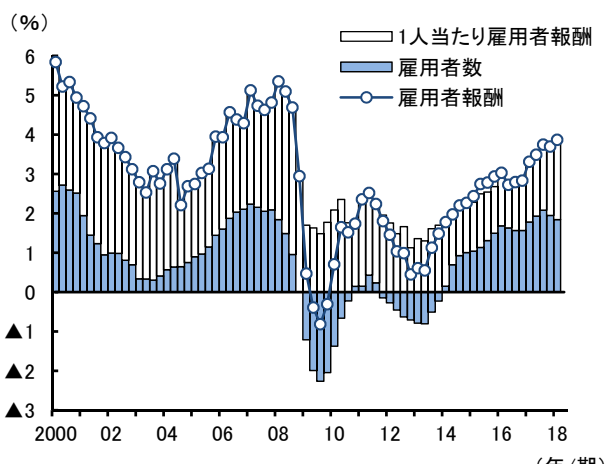
(資料) OECD "Composite Leading Indicators" (年/月)
 (注) ユーロ圏の域外輸出額上位6カ国を図示。
 凡例の<>内は、域外輸出に占める割合(2017年)。

(図表2-2) ユーロ圏製造業の設備稼働率



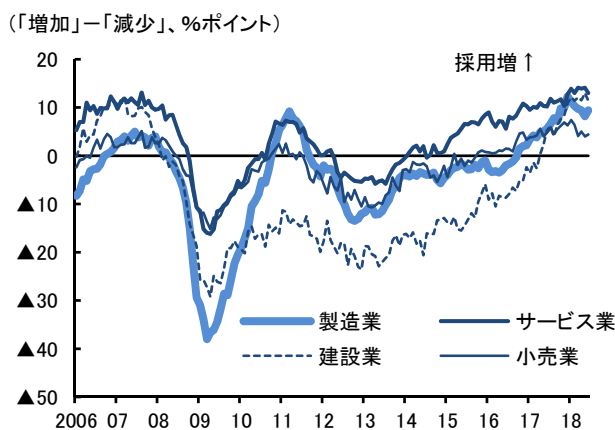
(資料) DG ECFIN "Business and consumer surveys" (年/期)
 を基に日本総研作成

(図表2-3) ユーロ圏の雇用者報酬(前年比)



(資料) Eurostatを基に日本総研作成 (年/期)

(図表2-4) ユーロ圏企業の採用見通し

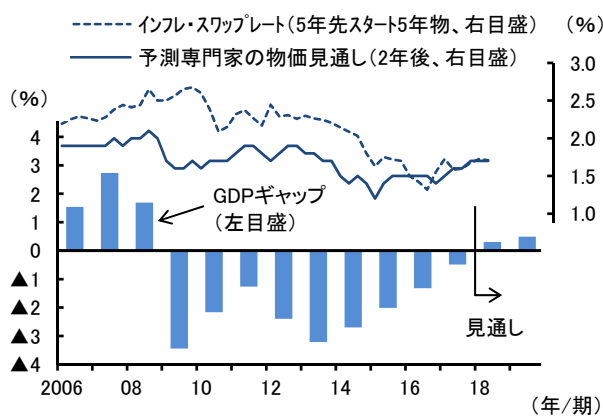


(資料) DG ECFIN "Business and consumer surveys" (年/月)

ユーロ圏② ECBは金融政策の正常化を慎重に模索

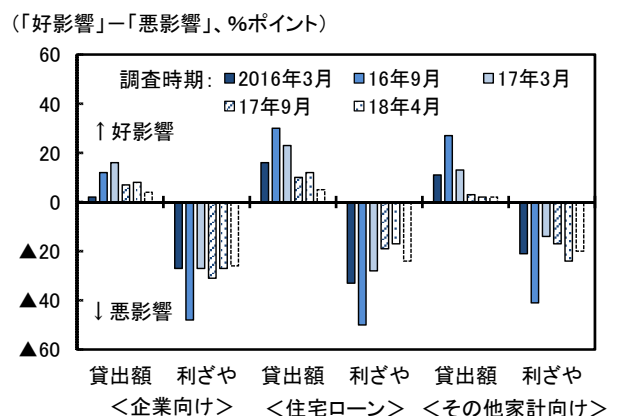
- (1) ユーロ圏景気の回復が続くなか、インフレ率がマイナス圏あるいはそれに近い水準まで再び低下するといったデフレリスクは払拭されつつある状況。実際、2018年には、ユーロ圏のGDPギャップがプラス圏に浮上すると予想されるなか、インフレ期待を示唆する指標も持ち直しの動きが持続（図表3-1）。
- (2) 一方、金融緩和が長期化するなかで、その副作用が懸念される状況に。ドイツなど相対的に景気が堅調に推移する国では資産バブルへの警戒感が強まっているほか、域内全般において大規模な国債等の買い入れが市場機能の低下や財政規律の緩みを招くリスクも。また、超低金利政策の長期化が銀行の収益環境の悪化に作用。ECBのアンケート調査によると、金利低下による貸出増加というプラスの効果指摘する銀行が大きく減少する一方、利ざや縮小による負の影響を指摘する銀行が引き続き高水準で推移（図表3-2）。
- (3) こうしたなか、ECBは、6月の理事会で本年末に資産買入を終了する方針を決定する一方、利上げには慎重姿勢を維持するなど、金融政策の正常化を慎重に模索。ユーロ圏では、非自発的パートタイム労働者など、依然として労働市場に「スラック」が残っており、賃金の上昇は緒に就いたばかり（図表3-3）。デフレ懸念は後退したとはいえ、賃金面からの物価押し上げ圧力が緩慢にとどまるなか、インフレ率は当面、ECBの目標である2%弱を下回る水準で推移する見込み（図表3-4）。目標に向けたインフレ率の本格的な上昇の見極めにはなお時間を要し、利上げは2019年秋以降となる見通し。

(図表3-1) ユーロ圏のGDPギャップとインフレ期待



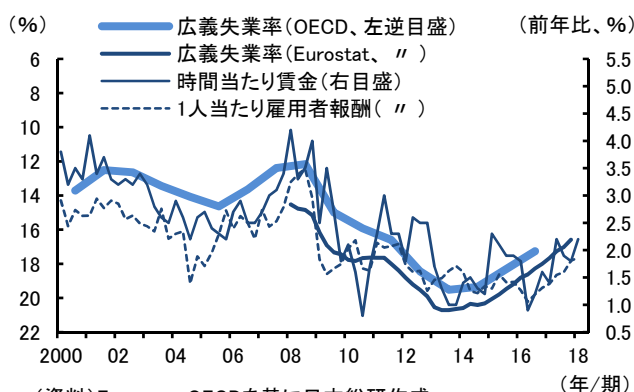
(資料) 欧州委員会「2018年春季経済予測」、
 ECB “Survey of Professional Forecasters”、
 Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(図表3-2) マイナス金利政策の銀行経営への影響



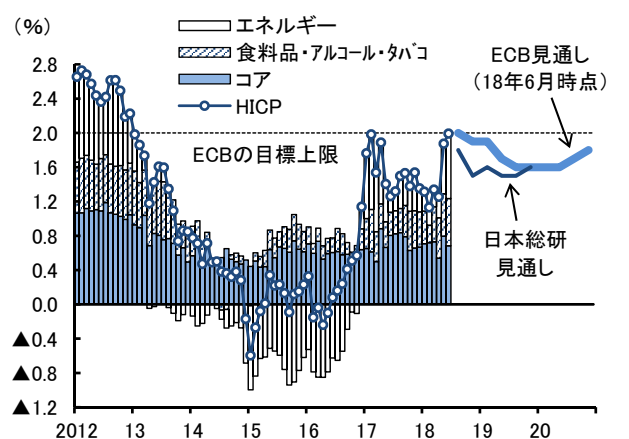
(資料) ECB “Bank lending survey”をもとに日本総研作成
 (注) 各項目右端の棒グラフは18年4月時点の6ヵ月先見通し。

(図表3-3) ユーロ圏の広義失業率と賃金指標



(資料) Eurostat、OECDを基に日本総研作成
 (注1) 広義失業率は、非自発的パートタイム労働者や求職意欲喪失者などを失業者とみなして算出。
 (注2) OECDとEurostatで広義失業率の算出方法が一部相違。

(図表3-4) ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



(資料) Eurostat、ECBを基に日本総研作成 (年/月、期)

ユーロ圏③ イタリアは政治と経済をめぐる悪循環から脱せず

- (1) ユーロ圏景気の底堅さが総じて増すなかで、域内第3位の経済規模を持つイタリアで、相対的に景気回復の遅れが際立つ状況（図表4-1）。
- (2) イタリアでは、①過剰な雇用コスト負担による企業の国際競争力の低下、②大量の不良債権を抱える銀行の貸し出し姿勢の慎重化、③財政不安による金利の高止まり、などが景気回復の重石に。これらの課題の解決には、労働市場改革や銀行への公的資金の注入、増税や歳出削減など、政治主導の抜本的な取組みが求められるものの、景気の低迷や難民問題などから、むしろ既存体制への反発が拡大。
- (3) 結果として、政治と経済の悪循環が深刻化し、2018年6月には反EU・反移民を掲げるポピュリズム政権が誕生（図表4-2）。欧州委員会による世論調査によると、イタリア国民のユーロへの支持は域内で最も低いものの、水準は6割超と不支持を大きく上回る状況（図表4-3）。このため、新政権の下でも、ユーロからの離脱といった事態は回避される見込み。ただし、国民受けの良さを重視するポピュリズム政権の下では、一時的にせよ痛みを伴う労働市場改革や不良債権処理の進展は期待薄。
- (4) 加えて、新政権は大幅な減税や最低所得補償などの大規模な財政拡大を主張しており、財政改革に逆行（図表4-4）。財政規律を巡るEUとの対立の激化や財政不安などから金利が急騰すれば、深刻な金融システム不安を招く恐れ。先行き、EUや金融市場からの圧力により、規模の縮小を余儀なくされると見込むものの、いずれにしても新政権の財政政策はバラマキ色の強いものとなり、中長期的な成長力強化に貢献しない公算が大。
- (5) 当面、イタリアは政治と経済を巡る悪循環から脱せず、景気低迷が続く見通し。

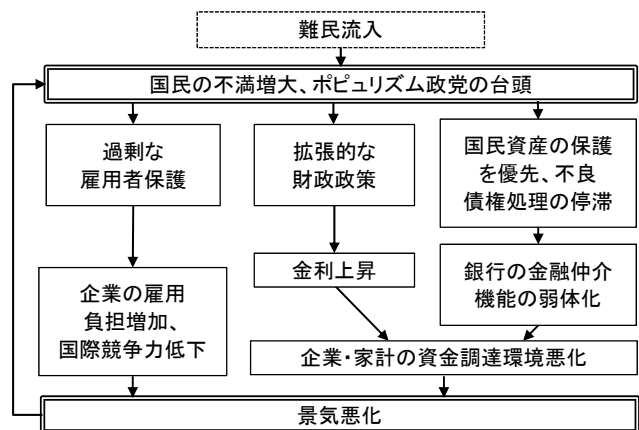
(図表4-1) ユーロ圏主要国の経済・政治に関する指標

(%、実質GDP水準を除く)

	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン
実質GDP水準 (2018年1~3月期、2008年=100)	112.8	109.1	96.4	103.5
実質GDP成長率(2017年)	2.2	2.2	1.5	3.1
失業率(2017年4月)	3.4	9.2	10.7	15.8
政府債務残高 (GDP比、2017年10~12月期)	64.1	97.0	131.8	98.3
銀行の不良債権比率 (ドイツは2016年末、イタリアは17年6月末、その他は17年末)	1.7	3.1	16.4	4.5
反EU・反移民政党の獲得議席 (直近選挙での下院議席割合)	23	6	58	20

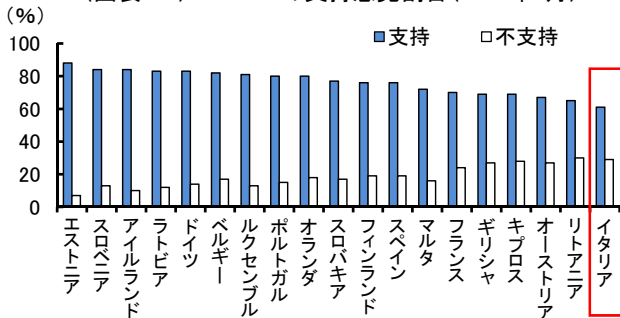
(資料) Eurostat, ECB, IMFなどを基に日本総研作成

(図表4-2) 政治と経済を巡る悪循環



(資料) 日本総研作成

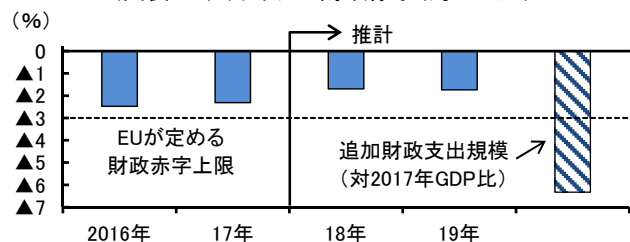
(図表4-3) ユーロへの支持意見割合(2018年3月)



(資料) 欧州委員会 "Standard Eurobarometer 89"

(注)「ユーロを単一通貨とする欧州経済通貨同盟を支持するか」について聞いたもの。

(図表4-4) イタリアの財政赤字(対GDP比)



(資料) DG ECFIN, Osservatorio conti pubblici italianiを基に日本総研作成

(注1) 財政赤字は、2018年5月3日時点の欧州委員会の推計値。

(注2) 追加財政支出規模は、政権公約を全て実現した場合のOsservatorio conti pubblici italianiの推計値。

ユーロ圏④ 足並みの乱れが目立つ欧州統合深化への動き

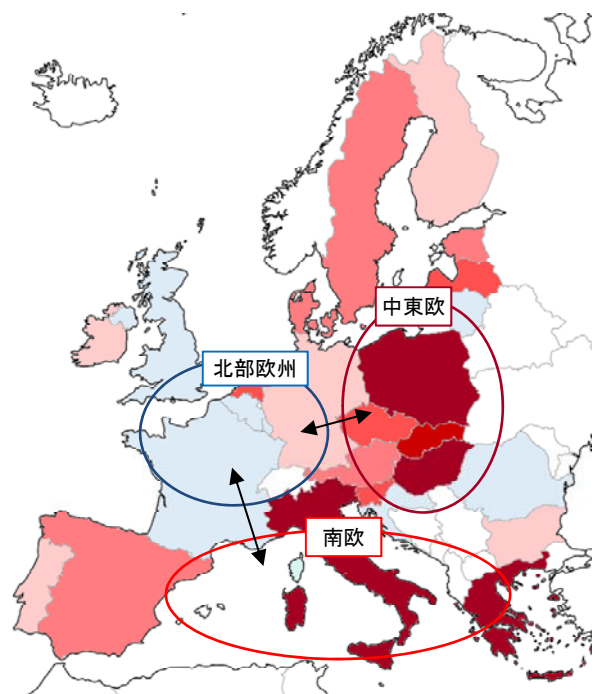
- (1) イタリアでの反EU政権の誕生は、足許で機運が高まりつつある欧州統合深化の動きにも水を差す格好に。
- (2) 世界金融危機、欧州債務危機から脱し、底堅い景気回復が続く現局面は、二度の危機を経て改めて重要性が認識されるようになった財政統合や銀行同盟などについて、各国の経済的な負担を抑制しつつ統合深化を進める好機。実際、2017年3月には欧州委員会が、統合を進める国や分野のばらつきを一定程度許容する「マルチスピードの統合深化」を提起。これを受けた主要国では、同シナリオを現実的かつ最善のシナリオとして、18年以降の更なる統合深化へ向けた機運が拡大（図表5-1）。
- (3) もっとも、足許では、むしろ逆風が強まる状況。ハンガリーやポーランドといった中東欧諸国では、主要国が一方的に議論を主導することに警戒感を強めているほか、反移民感情の高まりを背景に反EU政党が勢力を拡大（図表5-2、5-3）。加えて、マルチスピードの統合深化で先頭に立つことが期待される主要国でも、イタリアで反EU政権が誕生。この結果、EUの統合深化を巡っては、従来の「主要国」対「中東欧」の対立が一段と深まるとともに、新たに主要国でも、独仏を中心とした「北部欧州」と「南欧」の間に亀裂が生じる状況。欧州域内での対立の構図が複雑化するなか、当面、欧州統合深化の加速は期待薄。
- (4) 統合が不完全な状態では、ユーロ圏は構造的な脆弱性を抱え続けることになり、何らかのきっかけで再び域内不均衡が問題となる恐れ。例えば、ECBが金融政策の正常化を進めるなか、ユーロ圏全体にとっては適切なスピードの正常化プロセスであっても、財政基盤や金融システムに脆弱さを抱える国にとっては荷が重く、景気への負の影響が大きくなる可能性。

(図表5-1) EU統合深化を巡る最近の動向

2017年	3月	EU	「欧州の将来に関する白書」を公表。一部の国で先行して統合を進める「マルチスピードの統合」を提起。
	9月	仏	マクロン大統領がソルボンヌ大学で行った演説のなかで、投資や経済危機対応のためのユーロ圏共通予算や財務相の新設を提案(マクロン構想)。
	12月	EU	首脳会議にて、「欧州経済通貨同盟の深化に向けたロードマップ」を公表。欧州通貨基金や構造改革推進への予算措置の新設などを掲げる。
2018年	4月	ハンガリー	総選挙にて、反EU政党の「フィデス・ハンガリー市民連盟」が圧勝。6月に移民支援の罰則化法案を可決。
	6月	伊	五つ星運動と同盟が連立政権を樹立。財政規律や移民政策などを巡ってEUと対立する構え。
		独仏	両首脳が会談し、ユーロ圏共通予算の創設などを合意。ただし、独世論では南欧への財政移転に反対する声が根強く、予算は小規模にとどまる可能性も。
		EU	首脳会議にて難民対策などを協議したものの、各国の対立は根深く、根本的な解決には至らず。

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

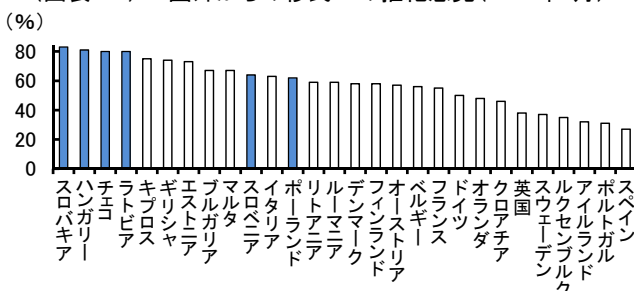
(図表5-3) 各国の反EU政党の下院議席獲得割合



(資料) Sara B. Hobolt, "The 2014 European Parliament Elections: Divided in Unity?", 各種報道を基に日本総研作成

- 50%以上
- 40%以上50%未満
- 30%以上40%未満
- 20%以上30%未満
- 10%以上20%未満
- 10%未満

(図表5-2) EU圏外からの移民への拒絶意見(2018年3月)



(資料) 欧州委員会 "Standard Eurobarometer 89"

(注1) 『EU圏外からの移民』という言葉にどのような感情を持つかについて聞いたもの。否定的な感情を持つという意見を合計。

(注2) 塗りつぶしの棒グラフは、反EU政党が下院議席の30%以上を獲得している中東欧国。

英国

Brexitをめぐる不透明感が拭えず、低成長が長期化

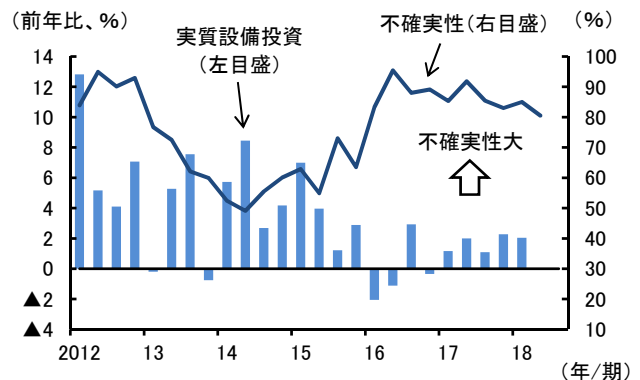
- (1) 英国とEUは、2019年3月末に英国がEUを離脱後、20年末まで移行期間を設けることで合意。もっとも、依然としてBrexitをめぐる不確実性は拭えず。とりわけ、英国議会では、早期の完全離脱を主張する強硬離脱派と、関税同盟への事実上の残留を模索する穏健離脱派の対立が深まる状況。政権基盤が脆弱なメイ政権がEU側と合意に達した場合でも、強硬派・穏健派双方からの圧力を受け、19年3月末にかけての離脱協定の批准手続きは難航する公算が大。さらに、移行期間入り後の貿易協定等の交渉や締結も難航が必至（図表6-1）。
- (2) Brexitへの懸念を背景とした景気の低迷が長期化するなか、メイ政権や強硬離脱派の譲歩により、新たな貿易協定を締結できないままでのEUからの離脱（クリフ・エッジ型のBrexit）は回避されると予想。もっとも、EUや第三国との交渉の早期決着は期待し難く、先行き不透明感がくすぶり続ける見通し。
- (3) こうしたなか、英国経済は低成長が続く見込み。企業部門では、不確実性の高まりを訴える企業が高水準で推移するなか、設備投資が伸び悩み（図表6-2）。また、近年、英国やロンドンの投資先としての魅力度は総じて低下（図表6-3）。先行きも、Brexitをめぐる懸念が内外企業の投資の重石となる見通し。
- (4) 一方、家計部門では、労働需給の逼迫を受けた賃金の伸びの拡大や、ポンド安を主因とした物価高の一段などから、実質賃金の伸びがプラス圏に浮上しており、個人消費の一段の落ち込みは回避されると予想（図表6-4）。もっとも、Brexitへの懸念が消費者マインドの下押しに作用するため、力強い回復は期待薄。

(図表6-1) 英国・EUのBrexit関連政治日程

日程	イベント等
2018年	3月22・23日 (EU首脳会議) ・移行期間をめぐる暫定合意を承認 ・EUが通商協議入りに向けた指針を採択
	10月18・19日 (EU首脳会議) ・EU各国の議会承認等を踏まえた実質的な「離脱協定」合意期限 ・Brexit後の通商関係の大枠を定めた「政治宣言」の策定
2018年11月～19年3月	・欧州議会、英国議会での離脱協定の批准
2019年	3月29日 ・英国がEUから離脱
(移行期間：1年9ヵ月)	・EUおよび第三国との貿易協定等の交渉・締結
2020年	12月末 ・移行期間終了(貿易協定等の発効)

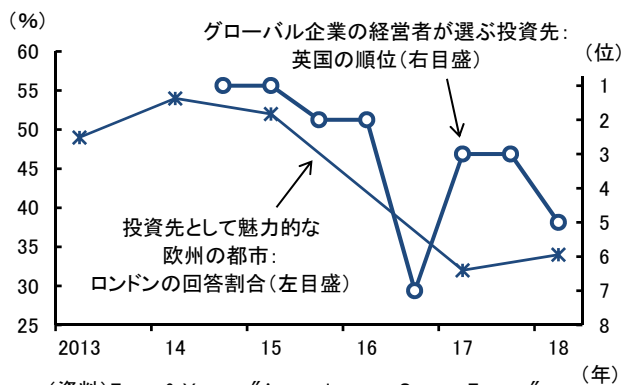
(資料) 英国政府、各種報道等を基に日本総研作成

(図表6-2) 英国企業の不確実性と設備投資



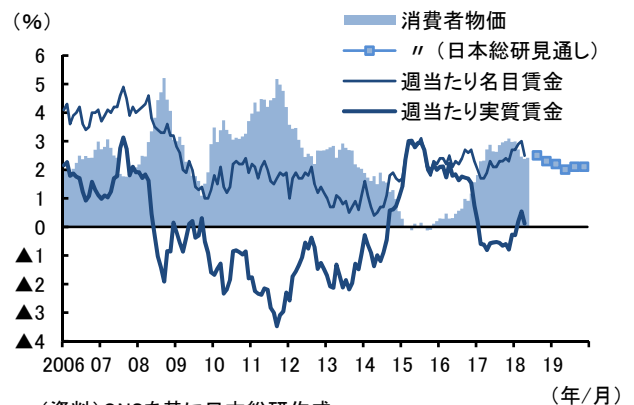
(資料) Deloitte "CFO Survey"、ONSを基に日本総研作成
(注) 不確実性は、「とても高い」「高い」「通常以上」「通常」「通常以下」の選択肢のうち、前三者の回答割合を合計。

(図表6-3) 英国・ロンドンの投資先としての魅力度



(資料) Ernst & Young "Attractiveness Survey Europe"、
"Global Capital Confidence Barometer"
(注) 魅力的な欧州の都市は、上位3都市を回答。

(図表6-4) 英国の週当たり賃金と消費者物価(前年比)



(資料) ONSを基に日本総研作成
(注) 賃金は賞与を除くベース。実質賃金は消費者物価で実質化。

見通し

ユーロ圏は1%台後半、英国は1%台半ばの成長ペースに

- (1) ユーロ圏では、海外景気の減速が重石となり、2017年のような輸出の大幅な伸びは期待薄。一方、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が底堅く推移。これらの結果、ユーロ圏経済は、2017年の3%近い成長ペースからは減速するものの、1%台半ばとされる潜在成長率を上回る1%台後半の成長が続く見通し(図表7-1、7-2)。ただし、主要国のなかでは構造改革が遅れるイタリアで、相対的に景気回復の遅れが目立つ格好に。
- (2) インフレ率については、賃金面からの物価押し上げ圧力が力強さに欠けるなか、ECBの目標である2%弱を下回る水準での推移が長期化。こうしたなか、ECBの金融政策正常化は緩やかなペースにとどまる見込み。
- (3) 英国では、2019年3月末のEU離脱に向けた離脱協定や、移行期間入り後に本格化する新たな通商協定等の交渉の難航が予想され、Brexitをめぐる不確実性が根強く残存。それに根差した内外企業の投資や個人消費の低迷などから、景気回復ペースは緩慢にとどまり、1%台半ばの低成長が続く見通し(前掲図表7-2)。
- (4) 物価面では、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、Brexitをめぐる懸念が拭えないなか、ポンド安地合いによる物価押し上げ圧力が残存。この結果、インフレ率は2019年末にかけて2%前後への低下にとどまる見込み。BOEは物価高への警戒感を緩めておらず、今夏にも追加利上げに踏み切ると予想。

(図表7-1)ユーロ圏経済見通し

	(季調済前期比年率、%)												(前年比、%)		
	2017年				2018年				2019年				2017年	2018年	2019年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	2.7	3.0	2.9	2.8	1.5	1.7	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.6	2.4	2.1	1.7
個人消費	1.5	1.9	1.5	0.7	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
政府消費	0.5	1.9	1.8	1.1	0.1	1.4	1.3	1.3	1.1	1.2	1.4	1.5	1.2	1.1	1.3
総固定資本形成	0.5	8.3	▲1.2	5.5	2.0	3.5	3.4	3.2	3.0	3.1	3.3	2.7	3.2	3.2	3.2
在庫投資(寄与度)	▲0.3	0.5	▲0.2	▲0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
純輸出(寄与度)	1.9	▲0.7	2.1	1.6	▲0.6	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.6	0.3	▲0.1
輸出	6.6	4.6	6.3	9.1	▲1.6	2.7	3.3	3.0	3.0	2.8	2.8	2.6	5.3	3.4	2.9
輸入	2.6	6.6	2.0	6.2	▲0.5	3.4	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4	3.2	4.3	3.0	3.4

(資料)Eurostatなどを基に日本総研作成

(図表7-2)欧州主要国別経済・物価見通し

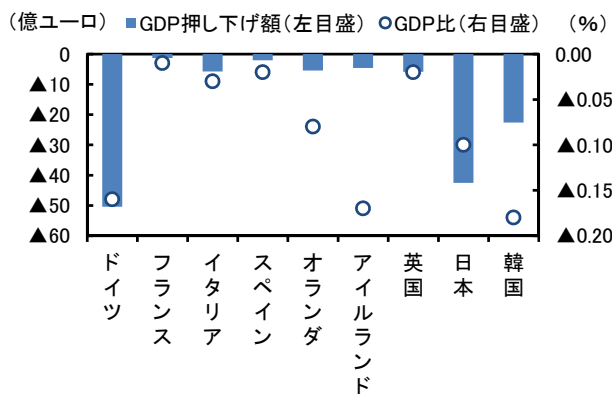
		(実質GDPは季調済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)												(前年比、%)		
		2017年				2018年				2019年				2017年	2018年	2019年
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	2.7	3.0	2.9	2.8	1.5	1.7	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.6	2.4	2.1	1.7
	消費者物価指数	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3	1.7	1.8	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.6	1.5
ドイツ	実質GDP	3.6	2.6	3.0	2.4	1.2	1.6	1.9	1.8	1.9	1.6	1.7	1.6	2.2	1.9	1.8
	消費者物価指数	1.9	1.6	1.7	1.7	1.4	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
フランス	実質GDP	3.1	2.7	2.8	2.7	0.6	1.4	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	2.2	1.8	1.5
	消費者物価指数	1.5	1.0	1.0	1.2	1.5	2.2	1.7	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.2	1.7	1.5
英国	実質GDP	1.6	0.9	1.4	1.4	0.9	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.3	1.5
	消費者物価指数	2.1	2.7	2.8	3.0	2.7	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0	2.1	2.1	2.7	2.5	2.1

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

リスク 米保護主義の強まりと欧州政治不安の深刻化に留意

- (1) リスクシナリオとしては、米国の保護主義の強まりと、欧州の政治不安の深刻化を想定。
- (2) 米国トランプ政権の保護主義の矛先は、中国だけでなく欧州にも向かいつつある状況。6月には、一時猶予されていた鉄鋼・アルミニウムの追加関税がEUにも適用されたほか、新たに自動車や同部品の関税引き上げに向けた検討を開始。とりわけ、自動車関税の引き上げはドイツの輸出に与える影響が大。ドイツのIfo経済研究所は、自動車・同部品の関税が25%引き上げられた場合、ドイツのGDPは約50億ユーロ押し下げられると試算（図表8-1）。他のユーロ圏主要国への影響は相対的に小さいものの、ドイツ経済が減速すれば、同国と結びつきの深い周辺国への間接的なマイナス影響も無視できず。
- (3) 欧州の政治不安も依然として払拭できず。とりわけ、難民問題が政治不安再燃の引き金となるリスク。イタリアや中東欧では、難民に厳しい姿勢を示すポピュリズム政権が台頭しており、EU内での秩序だった難民対応が困難となりつつある状況。中東情勢の緊迫化やトルコとの関係悪化などを背景に、再び難民の流入が拡大すれば、イタリアや中東欧以外でも反EU・反移民を訴える勢力が勢いを取り戻す恐れ。ちなみに、難民問題などを背景に、政治をめぐる先行き不透明感が英国のBrexitをめぐる国民投票前後や極右候補の躍進が懸念されたフランス大統領選前と同程度まで再び増大した場合、ユーロ圏の設備投資はメインシナリオ対比2～3%程度下押しされると試算（図表8-2、8-3）。加えて、消費者マインドの下振れによる個人消費の腰折れや、欧州の統合深化に向けた動きの大幅な後退も避けられず。

(図表8-1)米国の自動車関税25%引き上げによる
欧州主要国および日韓への影響



(資料)ifo Institute "US Tariffs on Cars would cost Germany Five Billion Euros" (2018年5月24日)

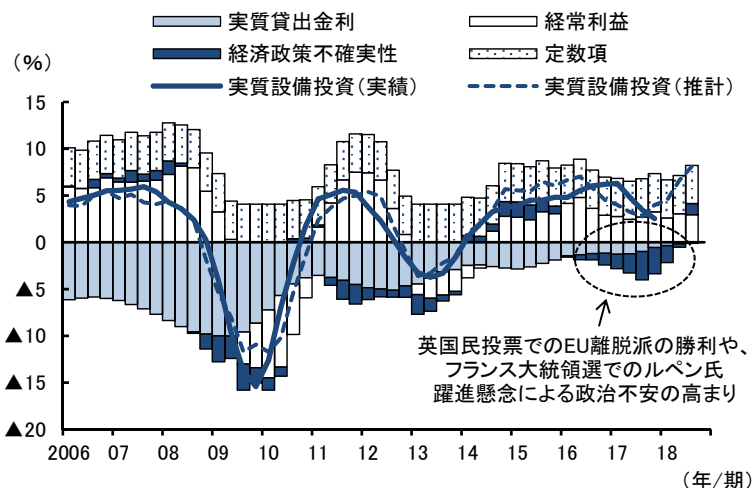
(図表8-2)欧州の経済政策不確実性指数



(資料)Economic Policy Uncertainty

(注)経済政策不確実性指数は、経済政策の不確実性に関する新聞記事の数をもとに算出された指数。

(図表8-3)ユーロ圏の実質設備投資の要因分解(前年比)



英国民投票でのEU離脱派の勝利や、フランス大統領選でのルペン氏躍進懸念による政治不安の高まり

(資料)Eurostat, ECB, Bloomberg L.P.

Economic Policy Uncertaintyを基に日本総研作成
(注1)推計式は、

$$\begin{aligned} \ln(\text{実質設備投資}) &= 4.08 < 2.25 > \\ &- 3.43 * \text{実質貸出金利} < -7.69 > \\ &+ 0.82 * \ln(\text{経常利益}) < 9.42 > \\ &- 0.06 * \ln(\text{欧州の経済政策不確実性指数}) < -3.46 > \end{aligned}$$

R2=0.91。◇内はt値。推計期間は2005年1～3月期から17年10～12月期。変数は全て後方4四半期平均、ラグを3期に設定。Newey-West修正済。

(注2)実質設備投資＝企業部門名目総固定資本形成／設備投資デフレーター。実質貸出金利＝100万ユーロ超・期間5年超の非金融企業向け最適優遇金利－5年先スタート5年物インフレスワップレート。